

به نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بورس اوراق بهادار تهران از دیدگاه کارشناسان بانک جهانی

تهیه کنندگان: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بورس اوراق بهادار تهران از دیدگاه کارشناسان بانک جهانی

بورس اوراق بهادار تهران به عنوان تنها نماد بازار متشکل سرمایه در ایران، طی سه دهه اخیر افت و خیزهای بسیاری را به خود دیده است که بخشی از این روند پر نوسان به تأثیرپذیری آن از شرایط کلان اقتصادی کشور باز می‌گردد.

بررسی روندهای حرکتی و عملکرد بورس تهران طی سه دهه فعالیت نمایانگر آن است که هیچگاه جایگاه شایسته خود را در اقتصاد ملی باز نیافته است.

گزارش پیش‌رو فشرده رویکردهای کارشناسی بانک جهانی را به بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۹۹۴ نشان می‌دهد. چنانکه پیداست، تنگناهای ساختاری بورس تهران همچنان به قوت خود باقی است؛ هرچند تحولات پدید آمده از آغاز سال ۱۳۷۶ چهره این بازار را تا حدود زیادی دگرگون ساخته است؛ و برخی از نارساییهای بر شمرده در این گزارش امروزه دیگر قابل مشاهده نیست. با وجود این، گزارش مزبور هنوز هم در بردارنده نکات قابل توجه بسیاری است که می‌تواند در فرآیند بهسازی بورس اوراق بهادار تهران سودمند باشد.

۱-۱ مقدمه

بورس اوراق بهادار تهران، تنها بازار رسمی سرمایه در ایران، به طور رسمی از سال ۱۳۴۶ تأسیس شد. این نهاد با استفاده از دو مشاور بازار بورس بروکسل تأسیس و طی "قانون تأسیس سازمان بورس" در همان سال به تصویب مجلس رسید و رسماً شروع به کار کرد. بورس تهران با همان قانون اولیه و با اصلاحات بسیار جزئی به کار خود ادامه داد.

قانون بازار بورس، در مورد بازار دست دوم معامله اوراق بهادار پذیرش شده از طریق بورس، می‌باشد. این قانون فاقد مقررات جامع پیرامون بازار دست اول، فعالیتهای پذیره نویسی و می‌باشد. قوانین و مقررات فعلی، مباحث مهمی چون تجارت داخلی، تغییرات و تحولات، حمایت از سهامداران و اجرای قوانین را در برنمی‌گیرد.

پس از تصویب قانون بازار بورس، شورای بورس اوراق بهادار به عنوان بدنه اصلی تصمیم‌گیری و نظارت بر فعالیتهای بورس تشکیل شد. سپس تشکیلات دیگری شامل هیأت مدیره بورس، هیأت پذیرش اوراق بهادار و شورای داوری بورس به وجود آمد. قانون بورس این گمان را ایجاد میکند که بازار بورس تهران نهاد قانونی مجزایی است که متعلق به کارگزاران عضو بوده و از طریق تشکیلات کارگزاران بورس فعالیت می‌کند. درحقیقت موقعیت قانونی واقعی آن روشن نیست. اما فعالیت روزانه بورس به‌گونه‌ای اداره و رهبری می‌شود که گویی چنین است. از زمان انقلاب استقلال بازار بورس تهران با نفوذ و نظارت شورای نگهبان محدود شده است.

طی ده سال نخست فعالیت بورس، بازار بورس تهران رشد قابل ملاحظه‌ای را در مورد تعداد سهام پذیرفته شده و معامله شده نشان داد. همچنین روند فزاینده مستمری نیز در ارزش و حجم معاملات مشاهده شد. یک صدودو شرکت پذیرفته شده شامل بانکها، شرکت های تولیدی بخش خصوصی و شرکتهای دولتی و خصوصی متشکرکننده اوراق قرضه بودند. حجم معاملات در سال ۱۳۵۷ (مارس ۱۹۷۸) به رقم ۴۴/۴ میلیارد ریال رسید. در اواخر سال ۱۳۵۷ (سال ۱۹۷۸ و اوایل سال ۱۹۷۹) بازار بورس تهران از اثرات منفی تنش های سیاسی کشور آسیب دید. نااطمینانیهای اقتصادی ناشی از هشت سال جنگ تحمیلی با عراق، نیز تأثیر معکوسی بر فعالیت بازار بورس تهران داشت.

تصویب قانون بانکداری بدون ربا در سال ۱۳۶۱ اولین دلیل برای توقف کامل کلیه معاملات اوراق بهادار در ایران بود. در دهه ۶۰ (دهه ۱۹۸۰) فعالیت در بازار بورس تهران به لحاظ سالهای جنگ بسیار کم بود و بازار بورس مجدداً در دوران بازسازی کشور در سال ۱۳۶۸ (۱۹۸۹) فعالیت خود را تشدید کرد. در این دوره هم حجم معاملات تجاری و هم قیمت سهام افزایش شدیدی یافت. با پایان سال مالی ۱۳۶۸، حجم معاملات تجاری به رقم ۹/۹ میلیارد ریال رسید که افزایشی معادل

۸/۲ میلیارد ریال نسبت به سال قبل داشت. تعداد شرکتهای پذیرفته شده که به ۵۵ عدد رسیده بود، نیز افزایش یافت.

مروری بر ساختار تشکیلاتی بورس تهران نشان می‌دهد که این بازار تحت نفوذ و دخالت مستقیم و شدید سازمانهای متعدد دولتی قرار دارد. سازمان بورس تهران، سازمان مستقلی نیست که متعلق به کارگزاران عضو بوده و توسط آنها عمل نماید. بازار بورس تهران رسماً تحت مدیریت سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران فعالیت کرده که شورای آن، دبیرکل و هیأت مدیره آن را منصوب می‌کند. معهدا این سازمان از طریق پنج گروه متفاوت دیگر با عناوین شورا، کمیته یا هیأت مدیره، کنترل شده و رئیس بانک مرکزی ریاست شورای بورس و هیأت پذیرش را بر عهده دارد. دیگر مسئولین دولتی از وزارتخانه های دادگستری، امور اقتصادی و دارایی، نیز از اعضای گروههای نظارت می‌باشند. حداقل چهار عضو از هشت عضو هیأت مدیره بورس باید از نمایندگان بانکهای دولتی باشند که خود همچنین کارگزار نیز هستند.

ساختار تشکیلاتی درونی سازمان بورس تهران، خود همچنین نظام پیچیده‌ای را نشان می‌دهد که به نظر می‌رسد از نیاز واقعی بازار بورسی با این اندازه، بسیار به دور باشد. درحالی که حجم معاملات و فعالیتهای تجاری آن بسیار محدود است، مخارج و هزینه های مدیریت و پرسنلی مربوطه پیوسته درحال افزایش بوده است. در سال ۱۳۷۲ (پایان سال مالی ۱۹۹۳) سازمان بورس تهران، اولین ضرر خود را از نیمه دهه ۶۰، گزارش کرد. برای سازمان بورس بسیار مشکل است که بتواند به فعالیت خود با این روش مالی ادامه دهد.

نتیجه خالص این ساختار تشکیلاتی، فعالیت بازار بورسی است که کارآمد نبوده و به صورت عمده‌ای تحت تأثیر مستقیم سیاست ها و راهبردهای دولتی است.

۲-۱ روشهای عملیاتی

سازمان بورس تهران یک بازار تک کالایی است که منحصراً در امر توزیع و معامله سهام دست دومی که از طریق سازمان کارگزاران عضو بورس عرضه می‌شود، فعال است. علیرغم سهولت در فعالیتهای جاری بازار، سازمان بورس تهران و مجموعه نظارتی متعدد آن سیستم بسیار پیچیده‌ای را بجای پذیرش و معامله از طریق بازار بورس، فراهم کرده‌اند.

هیأت پذیرش شرایطی را برای پذیرش در نظر می‌گیرد که منجر به عدم انگیزه بجای معامله از طریق بورس می‌شود. برای شرکتهای، شرایط و خط مشی‌های اعمال شده توسط این هیأت، بسیار مشکل و وقت گیر است. هیأت از تمام شرکتهای می‌خواهد که: برای دو سال اخیر سودآور بوده، نسبت سهام به دارایی آن برای شرکتهای بزرگ حداقل ۳۰ درصد و برای شرکتهای کوچک ۲۰ درصد باشد. سرمایه پرداخت شده شرکت به میزان حداقل ۳ میلیارد ریال باشد و صورتهای مالی را نیز باید ارائه نمایند.

بهرحال با اینکه این شرایط توسط هیأت پذیرش در نظر گرفته می‌شود، اما این موارد در واقع موقعیت اقتصادی بسیاری از شرکتها را منعکس نمی‌سازند. جالب توجه است که اشاره شود که هیأت پذیرش همچنین خود قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده جدید را تعیین می‌کند. صورتهای مالی مورد پذیرش به طور سالانه و براساس ۰/۰۱ درصد از سرمایه ثبت شده شرکت محاسبه می‌شوند.

روشهای معامله، تسویه و پرداخت که به وسیلهٔ اعضاء کارگزاران بورس مطرح شده عدم کارایی و ناسازگارهایی را به وجود آورده است. ساختار موجود نرخهایی را که برای شرکتهای پذیرفته شده و مورد معامله در بورس در نظر گرفته شده ثابت نگهداشته و اجازهٔ هیچ گونه رقابت قیمتی را بین اتاقهای کارگزاری نمی‌دهد. هر طرف برای فروش از طریق بورس باید حق دلالتی معادل ۰/۰۵ درصد از ارزش اوراق بهادار خریداری و فروخته شده را بپردازد. فروشنده همچنین ۰/۰۵ درصد مالیات بر فروش را نیز باید بپردازد.

از نظر آماری بسیار مشکل است که بورس تهران سطح واقعی حجم معاملات اوراق بهادار را تعیین نماید. این بدین علت است که پذیرش اولیهٔ سهام شرکت در طول یکسال در کل معاملات در نظر گرفته می‌شود و جدای از معاملات واقعی بازار دست دوم لحاظ نمی‌شود. معه‌ذا امکان تمیز آنها علیرغم وجود سهام جدید وجود دارد. فعالیت واقعی بازار معاملات واقعی سهام از سال ۱۳۷۰ (اوایل ۱۹۹۱) کاهش داشته است. می‌توان گفت که این امر تا حدودی بدلیل شرایط کلان اقتصادی کشور بوده است. با اطمینان می‌توان اظهار داشت که مقررات و قوانین چندگانه که توسط شوراهای متعدد بورس بر مکانیسم بازار اعمال می‌شود نیز تا حدودی مسبب این امر می‌باشد.

وجود سهام جدید در آمارهای معاملاتی مهم است و در نظر گرفتن آنها در آمار کل معاملات، حجم حقیقی معاملات دست دوم را خدشه‌دار می‌سازد. بورس اوراق بهادار تهران باید در آینده پایه آماری خود را در این زمینه مورد تجدیدنظر قرار داده تا بتواند آمارهای مستقل و مهم این دو بازار را از یکدیگر تفکیک کند.

پس از کاهش ارزش ریالی معاملات بین سالهای ۷۰ و ۷۱، این روند تا حدودی با دخالت های بانکها و شرکتهای سرمایه گذاری وابسته به آنها در بازار جبران شده و بهبود یافت. می‌توان گفت بازار تقریباً به طور کامل تحت سیطره و تسلط بخش بانکی قرار دارد. روند افزایشی عرضه سهام متعلق به شرکتها و بانکهای دولتی نشان دهنده دو جنبه مهم از ساختار بورس تهران است :

- (۱) دولت از طریق برنامه‌های خصوصی سازی خود، منبع اولیه سهام جدید در بازار است.
- (۲) شرکت‌های خصوصی علاقه کمتری برای " ملی شدن " و استفاده از بورس اوراق بهادار به عنوان منبعی برای افزایش سرمایه جدید دارند. درحقیقت هیچ شرکت خصوصی از بازار سرمایه برای

این منظور از زمان تجدید حیات بورس بهادر تهران در دهه ۶۰ استفاده نکرده است و از بورس تقریباً منحصرأ به عنوان مکانیسم بازار دست دوم استفاده شده است.

چنانچه قبلاً ذکر شد، برای آنکه شرکتی در بورس اوراق بهادر تهران پذیرفته شده و بتواند سهامش را به عموم عرضه نماید، شرایط و تشریفات خاصی را باید در نظر بگیرد، این شرایط بسیار سخت بوده و از نظر بسیاری از دست‌اندرکاران پیچیده بوده و مانع از اخذ تصمیمات اساسی توسط هیأت پذیرش می‌شود.

بورس اوراق بهادر تهران اخیراً بازار پذیرش "رده دوم" برای آنچه آنها "شرکتهای کوچک" می‌نامند، ایجاد کرده است. این عمل به عنوان گسترش بازار بورس تلقی می‌شود. زیرا بدین ترتیب به شرکتهایی که سرمایه اولیه آنها به ۵۰۰ میلیون ریال هم می‌رسد، اجازه می‌دهد که در بورس مورد معامله قرار گیرند. پذیرش در این سطح محدود به دو سال است. پس از آن شرکت باید شرایط پذیرش در بازار اصلی را به دست آورند، اما در واقع هیچکدام تاکنون سهامی را از طریق بورس به فروش نرسانده‌اند.

به منظور آنکه یک شرکت در بورس اوراق بهادر تهران پذیرفته شود باید شرایط پذیرش زیر را داشته‌باشد:

(۱) شرکت بایستی سهامی عام بوده و حداقل به مدت دو سال فعالیت داشته، ایرانی بوده و در ایران به ثبت رسیده باشد.

(۲) شرکت بایستی حداقل یک‌هزار سهامدار داشته و هرگونه سهام خارجی نیز منطبق با قوانین جاری باشد.

(۳) سرمایه پرداخت شده شرکت باید حداقل ۳،۰۰۰ میلیون ریال باشد (مگر آنکه متقاضی پذیرش در بازار دوم باشد).

(۴) شرکت باید دارای یک سیستم حسابداری "مناسب" باشد و برای حداقل دو سال سودآور بوده و "چشم انداز خوبی" را برای سودآوری آتی نشان دهد. گزارش حسابرسی فعالیتها و عملکرد دوساله اخیر در زمان درخواست ارائه شود.

(۵) هیأت پذیرش بایستی نکات زیر را در نظر گرفته و تصویب نماید:

(a) مناسب بودن مدیریت.

(b) مفید بودن فعالیت تجاری شرکت از نظر اقتصادی.

(c) شرکت باید از حقوق سهامداران جزء حمایت کند.

(d) نسبت سهام سهامداران (حقوق صاحبان سهام) به کل دارایی باید رضایت بخش تلقی شده و

این نسبت در هیچ موردی کمتر از ۲۰ درصد نباشد.

۶) هیچ گونه امتیاز خاصی از نظر تعداد آراء برای تعدادی از سهام وجود نداشته باشد.

۷) هیچکدام از سهامداران نمی‌تواند بیش از ۱۵ درصد از کل سهام شرکت را در اختیار داشته باشد. چنانچه بیش از آن را در اختیار داشته باشد، این سهامدار باید مازاد سهام خود را از طریق بورس در یکسال اول پذیرش به فروش برساند.

بمحض تحقق این شرایط، هیأت پذیرش تقاضای شرکت را بررسی و تصمیم خواهد گرفت. گام اساسی دیگری که هیأت باید بردارد آن است که قیمت پیشنهادی برای سهام را تعیین نماید. روش مورد استفاده هیأت عمدتاً متکی بر ارزیابی دارایی شرکت بوده و به ندرت روش های ارزیابی معمول مثل " عایدی هر سهم " یا " نسبت قیمت به عواید " را شامل می‌شود. همچنانکه شرکت صرفاً سهام موجود را به فروش می‌رساند هیچ بانک تجاری یا پذیره نویسی در این فرآیند وجود ندارد. تعیین قیمت مناسب برای سهام جدیدی که به بازار می‌آیند، یکی از مشکلات اساسی است که بازار بورس تهران با آن روبروست.

زمان مورد نیاز شرکت جهت تکمیل فرایند درخواست اخیراً تغییرات عمده‌ای کرده است. به طور متوسط، برای هیأت پذیرش ۳ تا ۴ ماه طول می‌کشد تا فرآیند را تکمیل نماید. با این وجود بعضی از شرکتها بطور کامل موفق به تأمین تمام شرایط نشده و پذیرش مشروط به دست آوردن از سوی دیگر، شواهد حاکی است که بعضی از شرکتهایی که به بورس وارد شده‌اند، از طریق شرکتهای با نفوذ دولتی سریعاً مورد معامله قرار گرفته، همچنین الزامات سودآوری و محدودیت سهامدار منفرد درمورد آنها کنار گذاشته شده است.

تقریباً عدم تقاضا از سوی شرکتهای بخش خصوصی معیار محکمی است که نشان می‌دهد که روش‌ها و شرایط پذیرش در بورس تهران بسیار پیچیده بوده و عمدتاً نسبت به واقعیتهای بازار بی‌توجه است. از سال ۱۳۷۰ پذیرش جدید محدود به آن دسته از شرکتهایی بوده است که دولت با فروش سهام آنها از طریق بورس درصدد خصوصی سازی آن بوده است.

۳-۱ نظام معاملاتی

معامله در بورس اوراق بهادار تهران در نشست صبحگاهی از ۹/۳۰ صبح تا ظهر هدایت و انجام می‌شود و بازاری مبتنی بر سفارش است. برخلاف بسیاری از بازارهای نوظهور، کارگزاران مجازند که برای خود نیز معامله انجام دهند. حتی در بازارهای بورس توسعه یافته، به اعضا اجازه داده نمی‌شود که به نفع خود وارد معامله شوند مگر برای بعضی انواع خاص معامله. موارد استثنایی این ممنوعیت کاملاً تعریف شده و مشخص می‌کند که چگونه و در چه زمانی به فرد اجازه داده می‌شود تا به نفع خود وارد معامله شود. قوانین بسیار دقیق و سختی برای اینگونه معاملات وضع شده و به معامله‌گران اصلی اجازه داده نمی‌شود که هم به عنوان بازارساز و هم به عنوان کارگزار برای مردم

فعالیت نمایند.

در حال حاضر، دلالت (کارگزاران) مستقل مقادیر قابل ملاحظه‌ای سرمایه را برای فعالیتهای بازسازی بکار نمی‌گیرند. زیرا این کار از نظر آنها وارد شدن در یک رقابت بدون مزیت با موسسات مالی دولتی بزرگ و مشهور است. بعلاوه، مجاز دانستن شکل دیگری از معاملات دست اول بوسیله کارگزاران دولتی ظن عمومی را مبنی بر حضور گسترده خودیها در بورس تقویت می‌نماید. در حالیکه بسیاری از سهام همچنان دولتی بوده و حجم بسیاری از معاملات توسط بانکهای دولتی انجام می‌شود.

مقررات معاملات اصلی (دست اول) در بازار عمومی مبحث پیچیده‌ای بوده و نیازمند نظارت کارشناسانه و مستمری است. یک بازار کارگزاری خالص شفافترین نوع بازار دست دوم برای اوراق بهادار و بهترین تضمین در مقابل فعالیتهای تجاری ناسالم و تقلبی است. از آنجائیکه اعتماد عمومی در یک بازار نوظهور مهمتر از افزایش نقدینگی بازار ناشی از معاملات دست اول مربوط به معامله‌گران تالار می‌باشد، توصیه می‌شود که اعضاء بورس اوراق بهادار تهران از معامله به نفع خودشان ممنوع شوند.

معامله فعالیت پیچیده‌ای است که ضرورت دارد قانونمند شده و تحت نظارت قرار گیرد تا کارایی و سلامت انجام سفارش مشتریان را تضمین نماید. از خودیها باید خواسته شود تا تمام معاملات خود را به مسئولین گزارش دهند. سفارش مردم باید همیشه بر سفارش کارگزاران به هنگامی که به آنها اجازه داده می‌شود که برای خود معامله نمایند، برتری داشته باشد. مسئولیت حفظ امانت کارگزار مستلزم آن است که کارگزار سفارش مشتری را در بهترین قیمت ممکن انجام دهد. بهترین قیمت ممکن تا حدودی بستگی به نظام تجاری مورد استفاده در بورس دارد. در بازاری فعال و پویا، قوانین مربوط به انجام سفارشات نیازمند آن است که تبیین نماید چگونه سفارشات خرید و فروش با یکدیگر مقابله نمایند.

قوانین حق تقدم بالاترین اولویت را به سفارشات در بهترین قیمت می‌دهد. قوانین حق تقدم ثانویه از میزان و زمان واگذاری به عنوان معیار استفاده می‌کند. بازارهایی که حق تقدم ثانویه را به اندازه (میزان) می‌دهند، به نفع معامله‌گرانی عمل می‌کنند که سفارشات عمده‌تری به نسبت سرمایه‌گذاران کوچک می‌دهند. در بازار ضعیف، قوانین حق تقدم ثانویه نامربوط می‌شود. معهذ، برای بسیاری از سهام فعال در بورس اوراق بهادار تهران، موارد راهبردی زیر مناسب خواهد بود:

الف) اولویت ثانویه باید به زمان واگذاری سفارش داده شود، تا به نفع معامله‌گران کوچک مشارکت‌کننده باشد.

ب) از کارگزاران نیز باید خواسته شود تا تمام سفارشات مردم را در یک دامنه قیمتی وسیع حول و حوش

آخرین قیمت معاملات انجام دهند.

ج) از آنجائیکه انجام سفارشات در اندازه‌های مختلف مشکل است، مطلوب است که قیمت هر سهم را در نظر گرفته بگونه‌ای که ترکیبات مختلف ممکن بتواند برای تکمیل معاملات مورد استفاده قرار گیرد، تا اندازه حداقل واحد تجاری برای بیشترین تعداد سرمایه‌گذاران بالقوه نیز میسر باشد.

۴-۱ نظام قیمت‌ها

گرچه نشست‌های معاملاتی روزانه کوتاه هستند، تقریباً تمام سهامهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بطور مستمر و پویا مورد معامله قرار نمی‌گیرند. روزانه حدود ۵۰٪ از سهام پذیرفته شده در بورس تهران مورد معامله قرار نمی‌گیرند. شانس و فرصت بدست آوردن پویایی برای هر شرکت پذیرفته شده در بورس به تعداد سهام نگهداری شده توسط مردم که برای معامله موجود می‌باشد، بستگی دارد. زیرا پویایی بدان معناست که تغییرات قیمت مرحله به مرحله صورت می‌گیرد یعنی یک معامله در هر مرحله. برای سالهای آینده، رسیدن به سطح مناسبی از پویایی هدف واقعی برای تعدادی از شرکتهای اصلی پذیرفته شده در بورس نخواهد بود و بسیاری از شرکتهای کوچک پذیرفته شده در بورس نیز هرگز بطور دائم، مستمر و پویا مورد معامله قرار نخواهند گرفت. بورس اوراق بهادار تهران به طور جدی باید بازار فراخوانی (call market) را برای بسیاری از سهام پذیرفته شده معرفی نموده تا کیفیت قیمت‌گذاری سهام نسبتاً ضعیف مورد معامله را برای تمام مشارکت‌کنندگان در بازار بهبود بخشد. در این بازار سفارشات برای هر کدام از سهام‌ها جمع شده تا در یک زمان از قبل تعیین شده وقتی بازار تقاضا می‌نماید، مورد معامله قرار گیرد. بورس در یک توالی زمانی از قبل تعیین شده تقاضای بازار را برای هر سهم فرا می‌خواند. در هر نشست فراخوانی، تمام سفارشات که مورد معامله قرار می‌گیرند، در قیمت منحصر بفردی معامله می‌شوند که قیمتی است که در آن عرضه و تقاضا با یکدیگر تلاقی می‌کنند. از اینرو برای هر سهم، تمام معاملات در آن فراخوان، در قیمت مشابهی انجام می‌گیرند.

برعکس، در یک بازار پویا، قیمت‌های معاملاتی متفاوتی برای هر سهم در طول نشست معامله به وسیله جورکردن دو طرفه سفارشات تعیین می‌شود. بسیاری از بورس اوراق بهادار در اطراف و اکناف جهان به عنوان بازار فراخوان برای تمام یا بخشی از اوراق بهادار پذیرفته شده عمل می‌کنند. بعضی دیگر، معاملات فراخوان و مستمری را در زمانهای مختلف در یک روز دارند. بورس اوراق بهادار تهران قبل از آنکه مقادیر معتناهایی را برای کامپیوتری کردن سیستمی که نمی‌تواند به رویه فراخوانی عمل کند هزینه نماید، باید به دقت ثمرات و منافع معاملات به شکل فراخوان را مورد بررسی و ارزیابی قرار دهد.

به منظور کنترل نوسانات قیمت سهام، محدودیتی برای تغییرات روزانه قیمت باید برقرار شود.

این مکانیسم در بسیاری از کشورها منجمله در بازارهای بورس در حال ظهور مانند مالزی، تایلند، تایوان و کره جنوبی اعمال می‌شود. در این کشورها حداکثر تغییرات روزانه قیمت‌ها از ۷ تا ۳۰ درصد است. در کره، تثبیت بازار همچنین بوسیله صندوق تثبیت قیمت که تقریباً معادل ۴ درصد از سرمایه‌سازی بازار سهام است صورت می‌گیرد. همانند بازارهای بسیار منظم، باید دخالت‌های مصلحتی به منظور پشتیبانی از قیمت سهام بوسیله دو طرف ذینفع در بورس تهران اجازه داده شود. از نظر عامه و دیدگاه قانونی، اینگونه معاملات نمی‌تواند از فعالیتهای فریبده و تقلبی متفاوت باشد. معه‌ذا، فعالیت به منظور تثبیت قیمت سهام در بازار دست دوم - بهنگامی که سهام از طریق عرضه عمومی توزیع نشود - مناسب خواهد بود. برای آنکه اینچنین کاری مورد قبول واقع شود، فعالیتها باید با روش بسیار دقیق و یا با فرمول خاصی که به وسیله بورس تصویب شده باشد انجام گردد تا تمام یا تقریباً تمام عوامل و عناصر مصلحتی در انجام معاملات تثبیتی را، حذف نماید. در یک بازار فراخوان، یک فرمول تثبیتی می‌تواند در مقایسه با یک بازار پویا موثرتر باشد زیرا معاملات تثبیتی در جریان سفارش دخالت می‌نماید. معاملات تثبیتی صرفاً به مجموعه سفارشات جمع می‌شوند. همچنین معاملات تثبیتی باید به وسیله شرکت پذیرفته شده در جهت منافع دارندگان سهام انجام شود و نباید به وسیله سهامدارانی عمده و یا سهامدارانی که منافع قابل ملاحظه‌ای در شرکت دارند انجام شود.

۲- پذیرش اوراق بهادار

تنها سهام عادی دارای حق رای در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته می‌شوند. دو مجموعه شرایط پذیرش وجود دارد، یکی برای شرکتهای بزرگ و دیگری برای شرکتهای کوچک. شرایط پذیرش باید بگونه‌ای تعیین شوند که فعالیت بازار دست دوم را تشویق نمایند. زیرا بورس به اعتبار شرکت پذیرفته شده می‌افزاید تا آنجا که بازار فعالی را برای سهام آن فراهم می‌نماید. برای آنکه شرکتی در بورس پذیرفته شود، سهام شرکت ابتدا باید شرایط ثبت نام برای توزیع عمومی اوراق بهادار را داشته باشد. چنانچه قبلاً ذکر شد، دسترسی عموم به بازار دست اول باید به وسیله واحد متفاوت دیگری قانونمند شود، حتی اگر بورس شرکتهای پذیرفته شده را ملزم به توزیع اوراق بهادار خود از طریق تسهیلات بورس کرده باشد.

چنانچه تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران سهام را در ترکیب سرمایه‌گذاری خود نگهدارند، تمرکز سهام مبتنی بر مالکیت سرمایه مانعی برای فعالیت بازار دست دوم نیست. قانون مالکیت سهام تا حداکثر ۱۵٪ برای شرکتهای بزرگ در بورس تهران، تعداد زیادی از شرکتهای پذیرفته شده معروف در بزرگترین بازار بورس دنیا را از دور خارج می‌کند. از آنجائیکه این امر مانع از آن می‌شود که یک فرد دارنده سهام بتواند در مدیریت شرکت اعمال قدرت و نفوذ کند، لذا اشکال اساسی و مهمی بر سر راه خصوصی‌سازی صحیح

شرکتهای دولتی و بهبود مدیریت شرکتهای از طریق مالکیت خصوصی می‌باشد. همچنین قانون ۳۰٪ برای شرکتهای کوچکتر، شرکتهای خصوصی را که مایل به افزایش سرمایه خود از طریق عرضه عمومی سهام هستند از بورس بیرون می‌کشد. اگر این قانون علیرغم پیامدها و عواقب منفی‌اش لغو نشود، بخاطر آنکه این قانون نشان دهنده سیاست دولت در مورد انتقال مالکیت بعضی از شرکتهای دولتی است، باید حداقل در مورد شرکتهایی که قرار است خصوصی شوند اعمال شود نه آنکه در شرایط پذیرش بازار بورس منظور شود.

برای اطمینان از اینکه تعداد سهام کافی از یک شرکت پذیرفته شده در بورس برای معامله وجود دارد، شرایط حداقل مالکیت سهام دولتی موثرتر از محدودیت مالکیت سهام برای یک سرمایه‌گذار خصوصی است. قسمت اعظم این شرایط مشخص می‌کند که یک شرکت باید حداقل تعدادی از سهام را که حداقل به وسیله تعدادی از سهامداران نگهداری می‌شود در اختیار داشته باشد. یا اینکه حداقل تعدادی از سهامداران حداقلی از ارزش کل سرمایه شرکت را در اختیار داشته باشند. تنها سهام آزاد از هر محدودیت معاملاتی می‌توانند این شرایط را محقق سازند. هر سهامداری که مجموعه‌ای از سهام را در اختیار داشته باشد که نمایانگر بیش از درصد خاصی از سهام شرکت باشد به عنوان یک خودی و نه یک سهامدار عام در نظر گرفته می‌شود. یک شرکت بزرگ بعنوان نمونه با سرمایه پرداخت شده مورد نیاز در بورس اوراق بهادار تهران ممکن است بیش از سه میلیون سهام داشته باشد، شرایط حداقل یک‌هزار سهامدار بدون حداقل مقداری که به وسیله هر کدام باید نگهداری شود، بنظر می‌رسد که از نظر مالکیت عمومی شرکتهای پذیرفته شده در بورس کافی نباشد. بورس باید گام بلندتری را در مورد شرایط مالکیت عمومی سهام هم برای شرکتهای بزرگ و هم کوچکتر بردارد.

وجود حداقل سطح سود در سالهای قبل از درخواست پذیرش، از جمله شرایط پذیرش می‌باشد. بورس اوراق بهادار تهران مشخص نمی‌کند که چقدر یک شرکت باید سودآور باشد. فقط شرکت نباید شرکتي زیان‌ده باشد. معهذا شرایط پذیرش بورس، نسبت سرمایه به دارایی را برای شرکتهای بزرگ حداقل ۳۰٪ و برای شرکتهای کوچکتر ۲۰٪ تعیین می‌کند.

در بعضی از کشورها استانداردهای قدرت پرداخت دین (عدم اعسار) مثل توان بدهی در شرایط پذیرش بورس قرار داده می‌شود، اما آنها در انواع خاصی از اوراق بهادار بدهی، مثل اوراق قرضه قابل تبدیل بکار برده می‌شوند. در حالیکه حداقل نسبتهای سرمایه به دارایی ممکن است مربوط به آندسته از شرکتهایی باشد که توانسته‌اند هم سهام و هم اوراق بهادار شرکت را در بورس اوراق بهادار تهران قبل از سال ۱۳۷۲ (۱۹۸۳) منتشر کرده باشند، اما شرایط غیرقابل توجیهی برای پذیرش سهام عادی در بازار بورس می‌باشند. این نسبتها، برای مثال از تمام بانکهای تجاری و تقریباً کلیه انواع موسسات مالی که شامل مؤسسات اعتباری غیربانکی خصوصی نیز می‌باشد سلب صلاحیت می‌کند.

۲- تسویه‌های تجاری و نظام انتقال سهام

تحویل گواهیهای سهام به خریداران مدت زمان طولانی طول می‌کشد. تحویل سهام باید ظرف چند روز، نه چندین ماه پس از انجام معامله صورت گیرد. تفاوت اساسی بین طول چرخه تسویه - که به نظر می‌رسد به طور متوسط یک هفته باشد - و زمان مورد نیاز برای انتقال گواهیها تنها می‌تواند منجر به ایجاد موانع اساسی شده و فعالیت بازار دست دوم را مختل می‌سازد.

هیچ سرمایه‌گذار خصوصی بزرگی در چنین چارچوبی معامله نمی‌کند مگر آنکه بتواند معاملات اوراق بهادار را از طریق انتقال تسویه کند. ماده ۱۹ از قانون سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران در قانون بورس به روشنی بیان می‌کند که کارگزار فروشنده، اوراق بهادار را به خریدار ظرف مدت هفت روز پس از انجام معامله تحویل و انتقال خواهد داد. کارگزار همچنین مسئول ضرر و زانی خواهد بود که خریدار در اثر تأخیر انتقال گواهیها متحمل می‌شود.

امروزه، اوراق بهادار نمی‌تواند تحت یک "نام خیابانی"^(۱) ثبت شود. انتقال سهام کار بسیار وقت‌گیر و زمان‌بری شده است. زیرا هر گواهی باید به نام مالک ذینفع ثبت شود. اگر سهام متعلق به شرکت است، اینگونه انتقال سهام معمولاً مستلزم تصویب شرکت و با توجه به قوانین جاری بر شرکت می‌باشد. مالکیت اسمی سهام ثبت شده تحت نام بنگاه کارگزاری مشتری به مقدار زیادی از موانع می‌کاهد. زیرا روش‌های تسویه بین بنگاههای کارگزاری، انتقال گواهیهای سهام بسیار کمتری را می‌طلبد.

ثبت نام اسمی پس از آنکه معیارها و ضوابط مناسب قانونی برای حمایت از سرمایه‌گذاران اعلام شد، باید محقق شود. به عنوان مثال، گواهیها باید تفکیک شده و در محل مجزایی نگهداری شده بگونه‌ای که نتواند با اوراق بهادار خود بنگاه مخلوط شود. در شرایط عدم ثبت نام اسمی گواهیهای سهام، بالا بردن سیستم انتقال سهام تنها می‌تواند به انتقال مصنوعی بسیار سریعتر تعداد بسیار زیادی از گواهیها کمک نماید. کامپیوتری کردن فعالیت‌های بورس اوراق بهادار، آنچنانکه مورد نظر بورس اوراق بهادار تهران است، انجام معاملات را بسیار بهبود می‌بخشد، اما تأثیر کمی بر حرکت ثبت گواهیها به نام خریداران ذینفع دارد.

پاسخ کارتر عدم تحرک اوراق بهادار به وسیله نظام مبتنی بر دفتر همچنین مستلزم آن است که سپرده‌پذیر مرکزی، که اوراق بهادار را در حسابها نگهدارند، مالک اسمی اوراق بهادار می‌شود. این نمونه، سیستم دفاتر کل مبتنی بر کامپیوتر را فعال می‌کند تا بر انتقال سهام بین سپرده‌گذاران اوراق بهادار بدون نیاز به ثبت مجدد گواهیها تأثیر بگذارد. تفکیک حسابهای مشتریان از حساب بنگاه به صورت الکترونیکی انجام می‌شود.

۱- هرگاه گواهی اوراق بهادار به نام دلالتی خوانده شود که عضو بورس است آن گواهی دارای "نام خیابانی" است.

۶- ایجاد انگیزه برای افزایش مشارکت افراد و نهادها

علیرغم رشد مهم ابزارهای مالی مستقیم، بسیاری از خانواده‌ها در کشورهای صنعتی تمایل صریح خود را برای ابزارهای پس‌اندازی نهادی همچنان نشان می‌دهند. گسترش صندوقهای تعاونی (مشترک) صنعت - شرکت‌های سرمایه‌گذاری - نشان داده‌اند که کانال بسیار کارآمدی برای افزایش مشارکت غیر مستقیم سرمایه‌گذاران منفرد در بازار سهام هستند. معمولاً، شرکت‌های سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران خصوصی دامنه‌ای از سرمایه‌گذاری با ریسک کم تا متوسط، تبدیل و ایجاد تنوع با هزینه کم، و حمایت بهتری در مقابل کاهش شدید در ارزش بازاری سهام افراد، فراهم می‌کند. اینها ممکن است همچنین از بسیاری از اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس نقدتر باشند. مقررات صندوقهای سرمایه‌گذاری باید شامل مجوز وجوه سرمایه‌گذاری ارائه شده به وسیله سرمایه‌گذاران نهادی، بررسی و تصویب حق مدیریت و کمیسیون فروش، حسابرسی منظم و ثبت معاملات، اعمال محدودیت محتوای تبلیغات عمومی و افشای عمومی سیاستهای سرمایه‌گذاری براساس رویه‌های مرسوم باشد. در یک بازار در حال ظهور، جایکه تعداد معدودی کارشناس در ترکیب مدیریت وجود دارد، ممکن است در دوران انتقال نیاز محدودی به تقویت حداقل سطح تنوع و نقدینگی از طریق قوانین رسمی تخصیصی دارایی و تعیین سقف برای سرمایه‌گذارها انفرادی اوراق بهادار، باشد.

عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های دولتی با اندازه متوسط ممکن است همزمان شود. به گونه‌ای که آنها بتوانند در واحدهایی از ترکیبات متنوع دسته‌بندی شده و از طریق شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عموم فروخته شوند. سهام آزاد در عرضه‌های عمومی بزرگ اولیه ممکن است به سرمایه‌گذاران انفرادی به نسبت مشارکت (سهام) پرداخت شده آنها در پایان زمان از قبل تعیین شده توزیع شود. اوراق بهادار پرداخت شده منتخب ممکن است رسماً به وسیله صنعت بانکداری به عنوان تضمین قابل قبولی برای وامهای تجاری تلقی شوند. انگیزه‌های مالی همچنین می‌تواند معرفی شود. عایدی سرمایه مربوط به سرمایه‌گذاری اوراق بهادار باید از مالیات معاف شده و یا مشمول نرخ کم مالیات شود. اخذ مالیات از درآمد سرمایه‌گذاری ناشی از اوراق بهاداری و ابزارهای پس‌اندازی نهادی حداقل باید نسبت به درآمد ناشی از سرمایه‌گذاری در بانک و حسابهای پس‌انداز خنثی باشد. در حالیکه اخذ هر نوع مالیات مضاعف از درآمد فردی و شرکت باید در نظر گرفته شود.

۵- قیمت گذاری و عرضه عمومی سهام

در رابطه با برنامه خصوصی سازی، موارد بسیاری از قیمت گذاری بیش از اندازه، مشاهده شد. قیمت گذاری سهام که براساس ارزش خالص دارائی تعیین شده و برای تورم و کاهش ارزش ریال تعدیل شده، ممکن است منجر به سطوح قیمتی شود که کاهش آینده در عایدی را که ناشی از هزینه های استهلاک بالاتر یا دارائیهای تجدید ارزیابی شده و هزینه های تعمیر (تعویض بالاتر) موجودیها است، را منعکس نسازد. بدهیهای خارجی به قیمت اسمی قابل پرداخت هستند، درحالیکه دارائیهای تجدید ارزیابی شده احتمالاً در قیمت های جدیدشان قابل عرضه به بازاریستند. بسیاری از شرکتها ممکن است ظرفیت و توان کافی کسب عایدی در ارتباط با ارزش اعلام شده دارائیهها و بدهیهایشان را نداشته باشند. همچنین بسیاری از تخصیص ها و توزیع سهام در قیمت ثابت در طول مدتی که شرایط بازار بد و نامناسب بوده انجام شده است. بالاخره، افزایش آتی در درآمدهای مالیاتی و نیاز کمتر به استقراض آنچنان وزن مهمی در تعیین منافع اقتصادی فروش شرکتهای تحت کنترل دولت ندارد.

علیرغم فقدان قطعیت قیمتهای اعلام شده در بازار دست دوم، انتشار صورتهای مالی دوره ای که معمولاً برای تمام شرکتهای پذیرفته شده مورد نیاز است باید آمار و ارقام مالی مناسب را فراهم آورده تا قیمت گذاری عرضه های جدید سهام به صورت بهتر انجام شود. بیش از یکصد و بیست شرکت پذیرفته شده فعال در بخش های مختلف اقتصاد ایران وجود دارد.

صورت وضعیت ارزیابی استاندارد براساس این آمارها می تواند ارائه شده تا قیمت عرضه های جدید سهام اعلام شود. یک نمونه صورت وضعیت، متشکل از ماتریسی از نسبت های مالی است که از صورتهای مالی شرکت منتشرکننده سهام و گروه منتخبی از شرکتهای قابل مقایسه پذیرفته شده در بورس استخراج شده است. قیمت سهام باید در ارتباط با بهترین شاخص موجود بازار آزمون شود. باوجود آنکه ارزش یک شرکت ممکن است به عوامل غیر ملموس چندی بستگی داشته باشد، این عمل به شرکت کنندگان در بازار در انجام ارزیابی و برآورد عرضه جدید به کمک می نماید. این عمل همچنین دقت اطلاعاتی ارزیابی سهام را از طریق توجه بیشتر به کیفیت صورتهای مالی بهبود می بخشد. نهایتاً، اطلاعات مالی کلیه شرکتهای پذیرفته شده باید سریعاً در اختیار تمام معامله گران اوراق بهادار و کارگزاران مجاز قرار گیرد.

بمانند فروش عرضه عمومی سهام توسط سندیکای (اتحادیه) پذیرهنویسان، مناسب است که گروه معامله گران اوراق بهادار که توسط فروشندگان برای عرضه عمومی سهام انتخاب و برگزیده می شوند، در قیمت گذاری نیز مشارکت داشته باشند. مشارکت آنها عامل بازاری دقیقتری را در تصمیم گیری مربوط به قیمت ایجاد نموده و اطلاعات آنها را در مورد چشم انداز مالی آینده فروشنده افزایش می دهد. تصویب عرضه جدید سهام به وسیله شورای اوراق بهادار یا یک ارگان مشابه آن مستلزم بررسی و مروری بر تصمیمات قیمت گذاری است. اما نایستی با دستوری مبنی بر قیمت گذاری عرضه سهام همراه شود. ترجیحاً عامل (نهاده) دولت در اخذ تصمیمات مربوط به فروش شرکتهای دولتی باید از شرکتی که به

فروش می‌رود یا از وزارتخانه دولتی که مسئول برنامه خصوصی سازی است نشأت گیرد نه از شورای پذیرش اوراق بهادار که تعیین کننده شرایط پذیرش در بازار بورس است.

واکنش بازار نسبت به قیمت گذاری سهام شرکتهای دولتی جدید صدور مجموعه‌ای از اوراق بهادار بجای سهام صرف می‌باشد. نمونه‌ای از این مجموعه اوراق بهادار که توسط صدها شرکت در آمریکای شمالی مورد استفاده قرار گرفت شامل سهام عادی و حواله قابل انتقال شدنی* است. به‌عنوان یک نمونه فرضی، واحدی (از مجموعه اوراق بهادار) را در نظر بگیرید که شامل ۲ سهم و یک حواله قابل انتقال شدنی است و به قیمت ۲,۲۰۰ ریال به فروش رفته است. هر حواله به دارنده آن انتخاب خرید یک سهم اضافی را در قیمت ۱,۲۰۰ ریال برای حداکثر سه سال پس از عرضه می‌دهد. یکسال پس از عرضه، صادرکننده سهام حق آن را دارد که حواله‌ها را قبل از زمان انقضایشان، چنانچه قیمت سهام مثلاً "در عرض ۹۰ روز تجاری به ۱,۵۰۰ ریال افزایش یافته باشد، مطالبه نماید.

این شکلی از تأمین مالی سهام طبقه‌بندی شده‌است و این مزیت را دارد که قیمت سهام در دومین دورنشر، با حواله قابل انتقال شدنی همراه است. در این مورد، قیمت ۱,۲۰۰ ریال - در سطحی بالاتر از قیمت اولین دورنشر، تعیین شده است. اگر مجموعه اوراق بهادار اولیه کمتر از حد قیمت گذاری شده باشد، عملیات مالی شرکت طی سه سال اول باید اصلاحاتی را در جهت افزایش ارزش آن از طریق دومین عرضه و انتشار سهام به منظور تأمین مالی، انجام دهد. حق صادرکننده سهام برای درخواست حواله‌ها، این اجازه را می‌دهد که دومین عرضه سهام زودتر صورت بگیرد. چنانچه ارزش سهام به سطح خاصی قبل از انقضای مدت حواله‌ها برسد، این عمل صورت می‌گیرد. بدیهی است که چنانچه قیمت سهام به قیمت حواله‌ها نرسد، دومین عرضه سهام صورت نخواهد گرفت. این ابزار مالی انگیزه‌های مدیریتی قوی را برای بهبود سریع عملیات شرکت ایجاد کرده و فعالیتها و نتایج مالی آن را آشکار می‌سازد.

اساساً، مثل بازار مسکن، قیمت اوراق بهادار در بازار دست اول عمدتاً از قیمت مشاهده شده در بازار دست دوم بدست می‌آید. قسمت عمده‌ای از نوسانات زیاد بازار درحال ظهور بورس بدلیل عدم کارایی اطلاعاتی و تا حد کمتری بدلیل عدم کارایی عملیاتی بوجود آمده است. اگر کیفیت اطلاعات نامناسب است و امکان دستیابی به جریان اطلاعاتی تنها برای گروه خاصی امکان پذیر باشد قیمت سهام بی‌ثبات می‌شود. زیرا این قیمت‌ها به طور کامل تمام اطلاعات موجود را منعکس نکرده و براساس نظرات آگاهانه تمام سرمایه‌گذاران نیست.

اطلاعات غیرقابل اتکا و عدم تناسب در توزیع اطلاعات، سرمایه‌گذاران را از بازار بیرون کشیده و تلاشها و کوشش‌ها را برای افزایش مشارکت عموم از بین می‌برد. بهترین راه اصلاح ارزیابی سهام در بازار

دست اول آن است که استاندارد شرایط ثبت نام برای عرضه سهام به عموم را بالاتر برده و آن را ارتقاء داد. همچنین سعی شود قیمت گذاری کارآ، مبتنی بر اطلاعات در بازار دست دوم گسترش یابد.

۶ - سیاستهای اصلاح بورس اوراق بهادار تهران

۱-۶ چارچوب نهادی و مقرارتی

۲ بازار بورس تهران به وسیله چهار سازمان اداره می شود. شورای بورس اوراق بهادار، شورای پذیرش اوراق بهادار، شورای داوری بورس و سازمان کارگزاران بورس. مطالب مندرج در بندهای زیر مسئولیتها و وظایف هر یک از سازمانها را در چارچوب قانونمندی که در بازارهای پیشرفته مالی یافت می شود، مورد مقایسه قرار می دهد. این ویژگیها عبارتند از :

- الف) مقررات دولتی مربوط به عرضه عمومی سهام به وسیله منتشرکنندگان سهام.
- ب) مقررات دولتی در مورد کلیه فعالیتها و عملیات بازارهایی که در آنها اوراق بهادار مورد معامله قرار می گیرد. بخشی از این اختیارات به بازار اوراق بهادار تحت نظارت دولت محول شده است.
- ج) یک یا تعدادی از بورسهای اوراق بهادار، که هر کدام به عنوان یک واحد خصوصی یا مستقل فعالیت می کنند. هر کدام از آنها براساس قوانین خود که به وسیله یک نهاد دولتی به تصویب رسیده است عمل می کنند. هر کدام قدرت قانونی که از طرف دولت به آنها محول شده است را در مورد تمامی فعالیتها و اعضای خود، اعمال می کنند.
- د) ثبت دولتی و نظارت بر ابزارها در بازار اوراق بهادار. این اختیار و قدرت به میزان خاصی با مجموعه های خود تنظیم خصوصی تحت نظارت دولت، تقسیم شده است.
- ه) انجمن ملی خصوصی متشکل از کارگزاران و دلالان باکد مربوط به حرفه و مجوز مورد نیاز که شامل گذراندن و تکمیل برنامه آموزشی رسمی است.

۲-۶ مقررات عرضه عمومی

مقررات عرضه عمومی اوراق بهادار تحت اداره کمیته (هیئت) پذیرش اوراق بهادار است. با این ویژگی که شرایط پذیرش در بازار بورس تهران به عنوان شرایط ثبت برای کلیه عرضه های عمومی، اوراق بهادار عمل می کند. این وضعیت سازمانی مبتنی بر دو فرض ضمنی است :

الف) اینکه شرایط پذیرش بورس تهران می تواند به عنوان شرایط ثبت انواع اوراق بهادار عمل نماید.

حتی اگر سهام عادی تنها نوع اوراق بهاداری باشد که در بورس مجوز دارد.

ب) اینکه مناسبترین بازار دست دوم برای هر نوع اوراق بهاداری که به مردم فروخته شده، بازار بورس متشکل میباشد.

هر دو فرضیه فوق با تجربه بازارهای مالی توسعه یافته، تطبیق ندارد. سه معیار مورد استفاده برای تصمیم در مورد اینکه آیا اوراق بهادار به عموم عرضه شود و یا از قوانین صدور عمومی اوراق بهادار منتزع شود عبارتند از :

الف) تعداد سرمایه‌گذارانی که اوراق بهادار به آنها فروخته می‌شود.

ب) میزان اظهار نظرات فنی مالی سرمایه‌گذاران که مورد نیاز و خواست صادر کنندگان سهام است.

ج) شرایط افشای صورتهای مالی که به خاطر ماهیت فعالیت صادر کننده سهام بروی تحمیل میشود. از اینرو اوراق قرضه‌ای که به تعداد کمی از افراد سرمایه‌گذار فروخته و یا منحصرأً به بانکها و دیگر سرمایه‌گذاران نهادی عرضه می‌گردد، خصوصی در نظر گرفته می‌شود. اوراق قرضه منتشره توسط نهادهای مالی یا بنگاهها (شرکتهای دولتی) همچنین می‌تواند از قانون نشر (صدور) عمومی منتزع فرض شوند. چنانچه آنها تاکنون در معرض شرایط افشای صورتهای مالی بوده و یا با تضمین کامل دولت همراه باشند نیز می‌توانند از قانون فوق مستثنی باشند. بالاخره اوراق قرضه‌ای که به مردم فروخته شده و در بورس پذیرفته نشده ممکن است در نوع دیگری از بازار دست دوم معامله شود، یا مثل صندوق مشترک تعاونی سهام، بدون اینکه در بازار دست دوم معامله شوند، بازخرید گردد.

● توصیه‌های سیاستی

مانند بازارهای مالی توسعه یافته، مقررات عرضه عمومی سهام در ایران باید تحت اداره یک دستگاه دولتی، که معمولاً به صورت شورای اوراق بهادار بوده و از تشکیلات بازار بورس جداست، باشد. این مقررات در مورد تمام اوراق بهادار اعم از اینکه شرایط پذیرش در بورس را داشته و یا نداشته باشند، لازم الاجراست. همچنین مهمترین هدف مقررات عرضه سهام به عموم آن است که مطمئن شد که به تمام سرمایه‌گذاران اطلاعات کامل و مناسب در مورد صادر کننده سهام داده شده است. از آنجا که یک جزء مهم از شرایط اعلام شده مربوط به ثبت اوراق بهادار، صورتهای مالی صادر کننده سهام است، این بنگاه بایستی رابطه نزدیک و فعالی را با متخصصین حسابداری برای گسترش اصول حسابداری و اعمال آنها و بکارگیری استانداردها و رویه‌های حسابرسی، ایجاد نماید.

۲-۶ مقررات و نظارت بر عملیات بازار بورس : ارزیابی

● ارزیابی

مقررات و نظارت بر جنبه‌های عملیاتی بازار بورس از مسئولیتهای شورای بورس اوراق بهادار به ریاست رئیس بانک مرکزی است. مقررات مربوط به عملیات و فعالیتهای یک بازار بورس معمولاً شامل مقررات معامله بخصوص معاملاتی که اعضاء برای خود انجام میدهند، نرخ حق دلالتی و دیگر هزینه‌ها، تسویه و تصفیه معاملات و معیار پذیرش اوراق بهادار در بورس می‌شود.

● توصیه‌های سیاستی

مقررات مربوط به رفتار فیمابین اعضاء در فعالیتهای تجاریشان باید به بازار بورس تهران محول شود. در حالیکه شورا مسئول آن است که تضمین نماید تأثیر مقررات تجاری بر سرمایه‌گذاران با اصل عدالت و برابری تجاری سازگار است. از آنجائیکه سازمان بورس تهران یک انحصارگر است، مقررات قیمت خدمات ارائه شده بوسیله بورس، باید توسط شورای اوراق بهادار تصویب شود اما باید تدریجاً آزاد شده تا رقابت قیمتی را در فعالیتهای دلالتی اجازه دهد.

شورای بورس اوراق بهادار یا شورای اوراق بهادار باید گسترش سیستم کارآمدی را برای شفافیت و تسویه معاملات اوراق بهادار در نظر داشته باشد. شورا این کار را می‌تواند با گسترش اقتدار خود بر مکانیسم انتقال گواهینامه‌های بورس شرکتهای سهامی عام و همچنین تنظیم روشهای تسویه که در صنعت اوراق بهادار اعمال می‌شود، انجام دهد.

همانند معیار پذیرش اوراق بهادار در بازار بورس، تفکیک ثبت عرضه عمومی سهام از شرایط پذیرش، باید به بورس اوراق بهادار تهران این اجازه را بدهد که شرایط پذیرش خود را با دخالت کمتر دولت و با هدف بهبود عملکرد خود به عنوان بازار دست دوم، اعمال و تقویت نماید. وقتی که موضوع ثبت عرضه عمومی سهام از پذیرش اوراق بهادار در بورس منتزع شد، شورای بورس اوراق بهادار، نباید اختیار بررسی تصمیمات بورس اوراق بهادار تهران را در مورد تقاضاهای پذیرش، داشته باشد. بسیاری از سهام شرکتهای خصوصی شده که اخیراً در بورس پذیرفته شده‌اند در اختیار تعداد کمی از نهادهای مالی دولتی است و به نظر می‌رسد که بیشتر می‌توانند انتشار خصوصی اوراق بهادار تا عرضه به عموم قلمداد شوند. برای آنکه اوراق بهاداری که به وسیله شرکتهای دولتی عرضه می‌شوند، خصوصی شود ممکن است شرایط ثبت عرضه به عموم را داشته و یا از آن مستثنی شوند اما چنانچه آنها استانداردهای پذیرش را که حداقل سطح فعالیت تجاری را تضمین می‌کند و سازگار با نقش اصلی بازار بورس است را تأمین نکنند، نباید در بورس تهران پذیرفته شوند.

۳-۶ مقررات بورس و اعضای آن

● ارزیابی

سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران و هیئت مدیره آن، در تنظیم ابزارها و واسطه‌ها در بازار اوراق بهادار تحت نظارت شورای بورس، از قدرت بسیار بالایی برخوردارند. شورای داوری اختیار قضاوت در مورد دعاوی بین کارگزاران و بین کارگزاران و مشتریان را دارد. از آنجائیکه هیئت مدیره این سازمان، همچنین به عنوان هیئت مدیره بورس نیز عمل می‌کند، تا حد زیادی، مقررات واسطه‌های مالی به استثنای مکانیسمهای تسویه دعاوی، به بورس محول می‌شود. طبق قوانین جاری، یک کارگزار باید عضو بورس اوراق بهادار تهران باشد و تنها اعضا می‌توانند جزء هیئت مدیره باشند. گرچه هیچ نوع فعالیت بازارسازی تعیین شده‌ای وجود ندارد، یک عضو بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند به عنوان یک کارگزار عمل کرده، برای خود و به حساب خود معامله انجام داده و همچنین به عنوان یک مشاور سرمایه‌گذاری فعالیت کند.

کانون اصلی مقررات مداخله‌گران بازار برخورد و تضاد منافع بین تعهد مداخله‌گر به نسبت مشتریان و منافع مالی وی در قالب فعالیتهای مختلف است. اختیار بسیار وسیع سازمان کارگزاران بورس در مورد این مسئله، مستلزم اتکای غیرسالم بر مقررات وابسته به خود در نوعی از فعالیت تجاری است که در آن امکان و فرصتهای خیانت و نادرستی از احتمال وقوع حتمی و دائمی برخوردار است.

● توصیه‌های سیاستی

اختیار نهائی، به ویژه در مورد تقویت تمهیدات ضد شیادی و تقلب، که شامل قدرت و توان بررسی بی‌قانونیها و قانون شکنی است، باید کاملاً در اختیار یک واحد دولتی منتزع از سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران بوده و منابع و امکانات مناسبی را برای انجام این مهم دارا باشد. همچنانکه در ساختار فعلی به نظر می‌رسد، این واحد دولتی باید بر اعمال و فعالیتهای منظم مربوط به بورس اشراف کامل داشته باشد. این مانع از حفظ شورای داوری بورس نمی‌شود که فعالیت آن بایستی فراگیر شده تا سرمایه‌گذاران انفرادی خصوصی و نمایندگان نهادهای مالی که از اعضای بورس نیستند را شامل شود.

۴-۶ مقررات واسطه‌های مالی، و سازمان کارگزاران

● ارزیابی

هیئت مدیره بورس مجوز کارگزاران را براساس قوانین شورای بورس اوراق بهادار صادر می‌کند. طبق این قوانین، یک کارگزار باید تضمین مالی کافی نزد بانک مرکزی سپرده‌گذاری نماید. به نظر

نمی‌رسد که هیچ واحدی از سازمان بورس یا شورای آن افراد تحصیل کرده متخصص را که بتواند قوانین احتیاطی در مورد موقعیت مالی کارگزاران فعال در بورس را اعمال کرده و بر آنها نظارت کنند را در اختیار داشته باشند. همچنین هیچ قانون سرمایه‌ای خالصی در مورد مسئولیتهای مالی استاندارد کارگزاران وجود ندارد، که بتواند مقدار خالص سرمایه بدست آمده در رابطه با اندازه و میزان فعالیت کارگزار را تعیین نماید. بورس اوراق بهادار تهران ۳۳ کارگزار مجاز، ۱۴ فرد و ۱۹ نهاد مالی دارد. سیاست جدید مبنی بر ملزم نمودن تمام کارگزاران به فعالیت در قالب شرکتهای به ثبت رسیده، مستلزم آن است که مجموعه جامعی از استانداردهای مالی و شرایط خاص، وجود داشته باشد. اختیار نهایی نظارت بر تمام این استانداردها باید به شورای جداگانه بورس واگذار شود که از توان مستقلی برای بررسیهای دوره‌ای صحت مالی و عدم اعسار شرکتهای کارگزاری برخوردار است.

● توصیه‌های سیاستی

از آنجائیکه از این به بعد تنها شرکتهای کارگزاری عضو بورس خواهند بود، نیاز به تاسیس سازمان تخصصی (حرفه‌ای) مستقلی از افراد کارگزار است که نیازهای تعلیمی و آموزشی و گواهیهای خود را تامین کنند. سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار واقعی می‌تواند نهایتاً به دو گروه مجزا تقسیم شوند: سازمان اعضاء بورس و سازمان حرفه‌ای افراد کارگزار اوراق بهادار. افراد کارگزار که به یک بنگاه یا شرکت عضو وابسته نیستند می‌توانند در توزیع اولیه اوراق بهادار وارد شوند حتی اگر آنها مجاز به فعالیت در بازار دست دوم بورس نباشند. به عبارت دیگر، سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران، می‌تواند به یک سازمان عمومی کارگزاران تبدیل شود که هم کارگزاران عضو بورس اوراق بهادار و هم کارگزاران اوراق بهادار خارج از بورس را تحت پوشش داشته باشد.

تنها به افراد کارگزار مجاز بایستی اجازه داده شود تا مستقیماً با مردم در هر نوع اوراق بهادار پذیرفته شده یا نشده‌ای که به عموم فروخته می‌شود، معامله نمایند و تمام شرکتهای کارگزاری که شامل آن دسته از شرکتهایی هم که متعلق به بانکها یا شرکتهای سرمایه‌گذاریشان است می‌باشد، باید تعداد کافی از افراد کارگزار مجاز را اداره کنند. تمام کارگزاران انفرادی نیز همچنین باید بوسیله یک اداره قانونی دولتی ثبت شوند.

۵-۶ بازار دست اول

● ارزیابی

مگر بنا به قانون، هیچ ناشر سهامی بدون آنکه شرایط ثبت شدن را کسب کرده باشد، نباید اوراق

بهادار را به عموم بفروشد. این شرایط مشتمل بر تصویب رسمی اطلاع نامه (اعلامیه) استاندارد است که بوسیله ناشر سهام تهیه شده و شامل صورتهای مالی به روز است. به ویژه در مورد اولین عرضه یک شرکت تازه ثبت شده، مسئولین باید مطمئن شوند که این آگهی به سرعت در دسترس عموم مردم و تمام کارگزارانی که در توزیع اوراق بهاداری که قرار است فروخته شود، قرار دارند. در مورد شرکتهای دولتی که قرار است خصوصی شوند، سازمان دولتی فروشنده باید معرفی شود و سهامدار کنترل کننده باید در آگهی و اعلامیه، برنامه‌ها و اهداف خود در مورد سلب مالکیت شرکت را اعلام نماید. همچنین باید تمام بدهیهای مالی و قانونی و دیگر تعهدات قراردادی شرکت نسبت به شرکتهای دولتی یا شرکتهای متعلق به دولت را که پس از عرضه به عموم باقی می ماند را اعلام نماید.

تمام شرکتهای پذیرفته شده در بورس یا هر شرکتی که بیش از تعداد خاصی سهامدار دارد، ملزم به گزارش دوره‌ای یا مستمر هستند. بدیهی است که شرکتهایی که بطور مداوم، گزارشات را منتشر می کنند، با سهولت بیشتری در ثبت نمودن عرضه جدید اوراق بهادار مواجه بوده و به روش تصویب بهتری دسترسی دارند.

طی سالهای متمادی، هیچ نوع عرضه سهام دست اول یا جدیدی بوسیله شرکتهای کاملاً خصوصی در ایران انجام نشده بود. عرضه عمومی سهام عمدتاً با برنامه خصوصی سازی دولت همراه بود. بعضی از شرکتهایی که قرار است خصوصی شوند در تملک یک یا چند سازمان دولتی است. تقریباً تمام عرضه‌های عمومی سهام سلب کامل مالکیت نیستند. بسیاری از شرکتهای با اقساط طولی مدت فروخته شده و فروشنده معمولاً منافع عمده‌ای را از فروش شرکت حفظ می کند. از آنجائیکه سازمانهای دولتی یا تابعه دولت عمده‌ترین خریداران شرکتهای خصوصی شده هستند، برنامه خصوصی سازی منجر به توزیع وسیع و گسترده و فراگیر سهامداری نشد. روشهای توزیع انبوه سهام نیز هرگز استفاده نشد.

براساس مقررات اوراق بهادار، فروش اوراق بهادار موجود به عموم به وسیله یک نهاد خصوصی یا دولت باید به عنوان توزیع عمومی دست دوم تلقی شود. اینگونه عرضه به عموم، چنانچه بیش از درصد معینی از سهم سرمایه را در برداشته و مستلزم شرکت تعدادی سرمایه‌گذار بیش از حداکثر تعداد خریداران فروشهای خصوصی باشد، باید تابع کلیه مقررات ثبت باشد. اگر سهام در بورس پذیرفته شده باشد، این توزیع از طریق معاملات عادی تجاری نباید تحت تاثیر قرار گیرد. اعمال قدرت شورای اوراق بهادار برای توزیع اوراق بهادار به عموم باید در مورد حد خاصی از اوراق بهادار بکار رفته و باید برای مدت ثابتی که از ۶ تا ۹ ماه بیشتر نباشد، معتبر باشد. چنانچه شرکت ملزم به گزارش دوره‌ای بوده و در دفاترش تخلفی نداشته باشد، این مدت قابل تمدید است.

در ایران قوانین مدونی در مورد روش توزیع اوراق بهادار وجود ندارد. عرضه عمومی سهام و اوراق بهادار از طریق بورس اوراق بهادار تهران به فروش می رسد و امر فروش بر عهده کارگزارانی است که به عنوان یک واحد سازمانی عمل کرده و در قیمتی که بوسیله هیئت پذیرش تعیین و تصویب شده آنها را

می‌فروشند. بورس اوراق بهادار تهران یا شورای بورس در مورد ترتیب و توالی عرضه سهام به عموم هیچ‌گونه قدرتی ندارد. هیچ طرح و ترتیب رسمی در مورد کارگزاران پیرامون توزیع اوراق بهادار وجود ندارد، هر چند عرضه عمومی سهام شرکت‌هایی که از طریق بانکها ارائه میشوند عمدتاً به وسیله خود بانکهای عامل فروش تحت تاثیر قرار می‌گیرند، به نظر نمی‌رسد که قیمت فروش مناسب باشد و در طول دوران توزیع با قیمتهای مختلفی عرضه می‌شود که باعث میشود چند ماه طول کشد. از آنجائیکه غالباً چندین ماه طول می‌کشد که خریداران سهامشان را دریافت نمایند، معمولاً فعالیت معاملاتی دست دوم در طول زمانی که سهام جدیداً پذیرفته شده، توزیع می‌شود، بندرت اتفاق می‌افتد.

وقتی عرضه عمومی سهام انجام شود، بورس اوراق بهادار تهران باید دفتری را در تالار به منظور دریافت تعهدات خرید باز کند. مسئولیت اداره دفتر به عهده گروهی از بنگاههای کارگزار مسئول توزیع است. تعهدات خرید مربوط به عرضه عمومی سهام نباید در معاملات دست دوم ثبت شود. برای انجام فروش عرضه‌های جدید اجرت کارگزاران در مورد تعهدات خرید باید تابع مقررات متفاوتی از نرخ حق‌العمل معاملات دست دوم باشد. در یک مقیاس بین‌المللی، نرخ حق‌العمل ۵٪ درصد نسبتاً کم بوده و احتمالاً انگیزه کافی برای شرکت کارگزاران در امر فروش ایجاد نمی‌کند.

روشها و فنون پذیرهنویسی که در بسیاری از کشورها برای توزیع اوراق بهادار از آنها استفاده می‌شود در بازار بورس ایران انجام نمی‌شود. تعهد قطعی پذیرهنویسی، رایج‌ترین نوع پذیرهنویسی در آمریکا شمالی، مستلزم فروش تمام سهمها به تعدادی از معامله‌گران اوراق بهادار است که تحت سرپرستی یک یا تعدادی از مدیران پذیرهنویس اصلی است. آنان نیز به نوبه خود، آنها را در قیمت ثابتی به عموم می‌فروشند که این قیمت سودی را هم برای پذیرهنویسان و هم فروشندگان سهام در بردارد. هدف روش تعهد قطعی پذیرهنویسی آن است که به صادر کننده قول مقداری پول از قبل تعیین شده قبل از موعد خاصی داده شود که این امر از طریق انتقال ریسک فروش سهام به گروهی از پذیرهنویسان انجام می‌شود.

اوراق بهادار در بسیاری از کشورها بدون هیچ تعهد پذیرهنویسی از معامله‌گران اوراق بهادار، توزیع می‌شوند. بنگاهها، خرید اصل سهام، صرفاً با صادر کننده سهام به توافق می‌رسند که در فروش آن اوراق به مشتریان در ازای حق‌العملی، تمام سعی خود را بکار برند. یک روش ترکیبی که بعضاً پذیرهنویسی "احتیاطی" نامیده می‌شود، نظام سنتی انگلیسی توزیع است که در آن معامله‌گر اوراق بهادار، به عنوان یک کارگزار تعهد می‌کند که سهام جدید را به عموم (مشتریانشان) عرضه کرده و به سهامدار نیز تضمین مقدار خاصی وجه نقد داده می‌شود. اعضاء اتحادیه پذیرهنویسان، شامل سرمایه‌گذاران خصوصی و عادی است که برای سرمایه‌گذاری خود اقدام به خرید نموده همچنین شامل بنگاههای صادر کننده سهام است که از عموم در مورد خرید اوراق بهادار تعهداتی را به نفع صادر کننده سهم دریافت می‌کنند. برای حق ضمانت، پذیرهنویسان موافقت می‌نمایند که آن قسمت از

سهام را که در پایان دوره به فروش نرفته است خود بردارند.

در بازار ضعیف ایران، که تحت تسلط خریداران دولتی است، جائیکه دولت بطور یکجانبه در پی به حداکثر رساندن قیمت تمام شرکتهایی است که خصوصی می‌شوند، تعهد قطعی پذیرهنویسی سهام شرکتهای دولتی نه روش مناسبی برای فروشندگان و نه روش جذب توزیع برای معامله‌گر اوراق بهادار است. هیچ معامله‌گر اوراق بهاداری بدون آزادی عمل کافی برای چانه‌زنی در مورد قیمت سهام یا توان ارزیابی تقاضای بازار که در شرایط حاضر، با میزان متغیر قدرت احتیاطی که از سوی خریداران دولتی اعمال می‌شود همراه است، متعهد معاملات پذیرهنویسی نمی‌شود. ریسک بازار در بورس اوراق بهادار بالاست و معامله‌گران اوراق بهادار ایرانی سرمایه محدودی دارند. به علاوه، وقتی که به نهادهای دولتی اجازه فروش اکثر سهام خود در شرکتهای دولتی از طریق کارگزاران خودشان در قیمتی که از قبل به وسیله هیئت پذیرش بورس تعیین شده بود، داده شد معامله‌گران اوراق بهاداری که با بانکهای دولتی یا شرکتهای سرمایه‌گذاری وابسته نبودند، در یک شرایط عدم مزیت شدید و غیرقابل قبول رقابتی در توزیع اوراق بهادار عمل میکردند.

● توصیه‌های سیاستی

روش توزیع براساس تعهد پذیرهنویسی باید به وسیله معامله‌گران اوراق بهادار برای شرکتهای خصوصی که مایل به صدور سهام در بازار ایران هستند، انجام پذیرد. برای آنکه شرکتهای متعلق به دولت به عموم سهام عرضه کند، توزیع سهام به عنوان یک سازمان و نهاد مناسب‌ترین روش در شرایط حاضر است. معهذا نیاز به شکل‌بندی توزیع عمومی سهام است تا گسترش بازار دست اول عادی و توسعه سطح عمل و فعالیت را برای بنگاههای کارگزاران فراهم نماید. مجموعه قوانین توزیع اوراق بهادار باید شامل موارد زیر باشد:

(۱) برای هرگونه عرضه عمومی سهام، تعیین و رسمی معامله‌گر اوراق بهادار یا گروه کوچکی از کارگزاران اوراق بهادار که به عنوان "کارگزاران ناشر" عمل می‌کنند و مسئول توزیع اوراق بهادار خریداری شده می‌باشند.

(۲) راهبردها و محدودیتها در مورد مشارکت بنگاههای کارگزاری که درگیر برخورد و تضاد منافع بین صادر کنندگان سهام و کارگزاران یا شرکت مادر است. به ویژه، یک بنگاه کارگزار که به وسیله یک بانک یا یک شرکت سرمایه‌گذاری کنترل شده نباید به عنوان توزیع کننده اصلی عرضه سهام شرکت مادر که منافع قابل ملاحظه‌ای دارد، عمل کند.

۳) همچنانکه قبلاً ذکر شد، یک دوره زمانی توزیع ثابت برای هر عرضه باید وجود داشته باشد. این دوره باید قبل از تاریخ انقضای که بدنبال تصمیم صادر کننده سهام مبنی بر پایان عرضه است پایان یابد و یا اینکه اگر درصد خاصی از عرضه سهام در طول چند هفته به پایان نرسید مدت منقضی می شود. این شرط آخر مانع از عرضه بسیار زیاد و بی ثمر سهام به منظور دخالت در بازار دست دوم می شود. سهامی که قبل از انقضای مدت کاملاً به فروش رود نباید بدون ثبت مجدد بوسیله فروشنده، فعالیت نماید.

۴) شرایط سهامی که در طول دوره توزیع کاملاً به فروش رفته و قوانین توزیع سهامی که خارج از بورس اوراق بهادار انجام شده گزارش شود. توزیع عرضه جدید سهام پذیرفته شده در یک قیمت ثابت نیاز به انجام آن از طریق بورس اوراق بهادار نداشته و اینگونه سهام نباید در معاملات تجاری بورس اوراق بهادار ثبت شود.

۵) پنجمین مورد، محدودیت فعالیتهای تجاری که به وسیله فروشندگان یا گروه توزیع کننده به نفع خودشان در طول دوره توزیع انجام می شود، است. در مورد توزیع، فعالیتهای تجاری برای تثبیت قیمت سهام در عرضه با قیمت ثابت یک عمل قابل قبول در بسیاری از کشورهاست که در آنجا تعهد قطعی پذیرهنویسی رایج است. اینگونه فعالیتهای عموماً تحت شرایط خاصی انجام می شود. این قوانین بدین جهت مورد نیاز است تا معاملات تثبیتی تجاری را که به منظور جلوگیری از کاهش قیمت سهام در طول دوره توزیع انجام شده است را از معاملات دستکاری شده و گول زننده که بمنظور تشویق خرید سهام بوسیله عموم انجام می شود، جدا سازد.